



Field : Economic Studies

Type : Research Article

Recieved: 18.03.2016 - *Accepted*: 19.06.2016

Döviz Kuru Riski Yönetimine Sektörel Bir Yaklaşım

Murat DOĞANAY

Tütün ve Alkol Piyasası Düzenleme Kurulu Üyesi, Ankara, TÜRKİYE

E-Posta: muratdoganay@gmail.com

Öz

Finansal piyasaların derinleşmesi ve genişlemesinin yanında küreselleşme ile birlikte döviz kuru hareketleri sadece finansal kuruluşlar değil aynı zamanda reel sektör firmaları için daha önemli hale gelmiştir. Döviz kuru riski, finansal olmayan firmalarda hem varlıklar hem de kaynaklar açısından önemlidir. Maruz kalınan döviz kuru riskinin yönetilmesi bu firmaların rekabet gücü üzerinde etkili olacaktır. Bu çalışmada, yoğunlaşmanın çok yüksek olduğu tütün endüstrisinde yer alan firmaların döviz kurlarındaki değişimlerden etkilenme düzeyleri ve kur riski yönetimine yönelik yaklaşımlarının belirlenmesi araştırılmıştır. Firmaların özellikle ihracat işlemlerinde döviz kuru riskinden korunmayı istedikleri sonucuna varılmıştır. Firmaların önemli bir kısmında sistematik şekilde kur riski yönetiminin olmadığı belirlenmiştir. Firmalar kur riskinden korunmak amacıyla işletme içi teknikleri finansal araçlara göre daha fazla tercih etmektedirler. Finansal araçların kur riskinden korunmak amacıyla kullanılmamasında, ithalat işlemlerinin bulunması ve kur artışına yönelik beklentiler etkili olmuştur. Gelecek 3 aylık dönem için döviz kurlarında %10'luk artış ve azalışa göre sunulan iki farklı senaryoya göre, firmaların döviz kuru riskinin yönetilmesinde çoğunlukla işletme içi yöntemleri tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Döviz kuru riski, Risk yönetimi, Tütün endüstrisi, Riskten korunma



A Sectoral Approach to Foreign Exchange Risk Management

Murat DOĞANAY

Tobacco and Alcohol Market Regulatory Authority Member of the Board, Ankara, TURKEY
Email: muratdoganay@gmail.com

Abstract

The exchange rate movements, along with globalization, deepening and widening financial markets, have become more important not only for financial institutions but also for real sector companies. Also exchange rate risk is important for non-financial companies regards to both assets and liabilities. Management of this exchange rate risk exposure has an impact on competitiveness of these companies. This paper reviews the impact level of exchange rate movements and also determination of the approaches to exchange rate risk management in the tobacco industry which has very high concentration level. It's found that the firms want to hedge against the exchange rate risk particularly in the export transactions. A significant number of firms don't use exchange rate risk management systematically. The firms prefer operational hedging much more than financial hedging. The primarily reasons of not using financial tools in the exchange rate risk management are the presence of import transactions and the expectation of exchange rate increase. Finally, it's concluded that according to ascending and descending scenarios for 3 months (exchange rates will increase or decrease %10) the firms mostly intend to use various operational hedging techniques instead of financial hedging for exchange rate risk management.

Keywords: Exchange rate risk, risk management, tobacco industry, hedging,



Giriş

Finansal piyasaların giderek genişlemesi, uluslararası yatırım ve ticaret alanında görülen küreselleşmenin etkileriyle birlikte döviz kurlarındaki değişimler oldukça önem kazanmıştır. Bu etkiler sadece finans sektöründeki oyuncular üzerinde değil, hem reel sektör firmaları hem de bireylerin ekonomik kararları üzerinde görülmektedir. Özellikle, son yıllarda küresel ölçekte döviz kurlarında görülen değişimlerin, emtia fiyatlarında etkili olduğu ve bu değişimin de başka bir ülkenin veya küresel ölçekteki tüm sektörlerin etkilenmelerine neden olduğu görülmektedir.

Döviz kurlarındaki değişim, doğrudan ihracat ve ithalat işlemleri gerçekleştiren firmalar açısından yönetilmesi gereken bir risk oluşturmaktadır. Bu risk, sektörel ölçekte etkili olduğu durumda tüm sektörü etkileyebileceği gibi, ülke ekonomisi açısından o sektörün rekabet avantajının azalmasına hatta ortadan kalkmasına da neden olabilecektir. Dolayısıyla maruz kalınan döviz kuru riskinin iyi yönetilmesi, sadece firmaların veya sektörün performansının yanında ülkenin rekabet gücünde de etkili olacaktır.

Döviz kurlarındaki değişim, ihracat ağırlıklı sektörlerde ileriye dönük fiyatlandırma yapılmasında, ithalat ağırlıklı sektörlerde ise, ithal girdi kullanım oranı ölçüsünde maliyetlerde etkili olmaktadır. Ayrıca döviz kuru riskindeki değişim dolayısıyla maliyetlerde ve ürün fiyatlarında ortaya çıkan değişim, arz ve talep düzeyinde de etkili olabilmektedir.

Döviz kurundaki değişimlerin diğer bir etki alanı ise, firmaların bünyesinde bulundurdukları kaynaklar üzerinde olmaktadır. Özellikle firmalar, kullandıkları dövize endeksli krediler üzerinden kur riskine maruz kalmaktadırlar.

Çalışmada, döviz kuru riski yönetimi ve kullanılan yöntemler, çalışmanın yapıldığı sektör hakkında bilgiler, konuyla ilgili literatür incelemesi ve sektördeki firmaların döviz kuru riski yönetimine olan yaklaşımları incelenmiştir.

Döviz Kuru Riski Yönetimi

İşletmelerin temel amacı olan değerin artırılmasından hareketle, ortaya çıkan risklerin etkin şekilde belirlenerek yönetilmesi de bu değeri artırma sürecinde önemli bir yere sahiptir. İşletmelerin değeri, stratejik risk olarak ifade edilen döviz kuru, faiz oranları ve mal/hizmet fiyatlarına duyarlıdır (Moffett & Karlsen, 1994). Bu duyarlılık, hem finansman hem de diğer işletme fonksiyonları üzerinde etkilidir.

Döviz kuru riski, yabancı para birimleri karşısında yerli para biriminin değer kazanması veya değer kaybetmesinden kaynaklı değişim olarak tanımlanabilir. Döviz kuru riskinin yönetimine olan ihtiyaç, 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi sonrasında ülkelerin farklı para birimlerine sahip olması, yabancı para birimlerinin birbirleri arasında farklı değere sahip olması ve firmaların işlemlerini farklı para birimleri üzerinden yapmasından dolayı döviz kuru riskinin ortaya çıkması ile doğmuştur. Dünyada tek bir para biriminin kullanılması varsayımında veya altın standartı para birimi kabul edilmesi durumunda döviz piyasalarına da gerek kalmayacağından (Seyidoğlu, 2003) hareketle döviz kuru riski de ortaya çıkmayacaktır. Dolayısıyla döviz kurundaki değişimden etkilenme düzeyi, firmanın yabancı para birimleriyle gerçekleştirdiği işlemler kadar, içinde bulunulan ekonominin performansı ve uygulanan para politikalarıyla da ilişkilidir.



Firmaların döviz kuru riskine olan yaklaşımları, dış ticaret işlemlerinin yoğunluğuyla ilgili olduğu kadar, çokuluslu olma durumuyla da ilgilidir. Finansal olmayan şirketler için döviz kuru riski yönetimi, şirketlerin hazinesi tarafınca yerine getirilirken, çokuluslu şirketlerde döviz kuru riskinin yönetilmesini denetlemeye yönelik risk komitesinin de olduğu görülmektedir (Papaioannou, 2006). Dolayısıyla, firmaların kurumsal kültürleri, sahiplik düzeyleri ve ihtiyaçları gibi çeşitli faktörler döviz kuru riskine olan yaklaşımları etkileyebilmektedir.

Döviz kuru riski, genel itibariyle iki başlıkta incelenmektedir. Bunlar muhasebe (dönüşüm) riski ve ekonomik risk olmaktadır.

Firmanın finansal tablolarının tek bir para birimi üzerinden gösterilmesi gerektiğinden, farklı döviz türlerinin tek bir para birimine dönüştürülmesinden kaynaklı risk, muhasebe (dönüşüm) riski olarak adlandırılmaktadır. Bu itibarla dönüştürme riski, para birimlerinin birbirine çevrilmesinin bir sonucu olarak ortaya çıkmamakta, esas olarak bir para birimi ile ifade edilmesi gereksiniminden ortaya çıkmaktadır. (Çelik, 2002)

Döviz kurlarındaki değişimin, firmanın değeri üzerindeki etkisi ekonomik risk olarak tanımlanabilir. Firmaların gelecekteki nakit akımlarının döviz kurlarındaki değişimlerden ne ölçüde etkilendiği ve bu doğrultuda firma değerindeki değişim ekonomik risk olarak adlandırılmaktadır. Ekonomik risk, sadece finansal açıdan değil uzun vadede firmanın pazarlama, üretim, tedarik gibi fonksiyonlarını etkileyen bir unsurdur. Bu riskin etkisi, firmaların uluslararası işlemlerinin boyutuna bağlı olduğu kadar, faaliyet gösterilen ekonominin dışa açıklık derecesine de bağlıdır. (Çelik, 2002, s. 32) (Martinez-Solano, 1998)

Ekonomik risk, işlem riski ve faaliyet riski olmak üzere iki başlıkta değerlendirilmektedir. İşlem riski, döviz kurlarındaki beklenmeyen değişimlerin işletmelerin döviz cinsinden varlıkları ve yükümlülükleri üzerindeki etkisidir (Doğukanlı, Uluslararası Finans, 2012). Faaliyet riski ise göreceli olarak daha uzun vadeli bir risk olmaktadır. Döviz kurundaki değişimlerin gelecekteki etkisini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, faaliyet riskinde daha çok geleceğe yönelik olarak işletmenin maliyet yapısı ve rekabet gücü üzerindeki etkilerin sonuçları önem kazanmaktadır. Firmaların pazarlama faaliyetleri yoluyla firma değerini belli bir noktaya kadar artırabilmesi durumuna (Coşkun, Kök, & Yücel, 2010) karşın, ekonomik risklerin etkin yönetimi riski firma değerine katkı sunabilecektir.

Firmalar kur riski yönetiminde bu risklerden korunmayı hedeflerken başlıca 4 yaklaşımı esas almaktadırlar. Bunlar; riskten çekinme, riske uyum sağlama, riskin yönlendirilmesi ve çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılmasıdır. (Grosse & Kujawa, 1995, s. 164)

Firmaların döviz kuru riski yönetiminde kullandığı araç ve stratejilerini, işletme dışı ve işletme içi olmak üzere iki grupta değerlendirebilmek mümkün olduğu gibi, sözleşmeli korunma yöntemleri, faaliyet stratejileri ile korunma ve mali yöntemlerle korunma şeklinde üç grupta da incelemek mümkündür (Seyidoğlu, 2003, s. 248-249).

Kur riski yönetiminde, işletme dışı araçların başında sözleşmeye dayalı finansal araçlar ve yapılandırılmış dolaylı kullanılan finansal araçlar yer almaktadır. Sözleşmeye dayalı finansal araçlarda, forward, futures ve opsiyon sözleşmelerinden oluşan vadeli işlem sözleşmeleri ve döviz kuru üzerine yapılan swap anlaşmalar bulunmaktadır. Kur riskinden korunmaya yönelik yapılandırılmış dolaylı kullanılan finansal araç grubunda ise leasing, forfaiting, factoring, sukuk gibi varlığa dayalı menkul kıymetler yer almaktadır. Bu grupta yer alan araçlar



firmanın ihtiyaçlarına göre esneklik sağlayabilen ve firmanın faaliyetleriyle ilişkili olan araçlardır.

İşletme içi döviz kuru riskinden korunmaya yönelik başlıca araç ve stratejiler ise şunlardır;

- Döviz cinsinden ödeme ve tahsilatın hızında değişikliğe gidilerek olası risklerin azaltılması,
- Ulusal para ile faturalandırma yöntemi sektörüne göre çok uluslu işletmelerde kur riski tercih edilmesi, (Örneğin son yıllarda Türkiye’de ilaç fiyatlandırmasının TL cinsinden sabitlenmesi üzerine ithal edilen ilaçların faturalandırmasının TL üzerinden yapıldığı görülmektedir.)
- Maliyet ve satış kaynaklı akımların uyumlaştırılmasıyla döviz kuru riskinin azaltılması ya da tamamen ortadan kaldırılması,
- İşletmenin alıcı ya da satıcı tarafta bulunduğu karşı işletmelerle döviz kuru riskinin paylaşılmasına yönelik anlaşma oluşturması,
- Döviz kuru riskinin bileşenlerinden faaliyet riskinin yönetilmesine yönelik ürün piyasası seçimi, fiyatlama politikaları, tutundurma faaliyetleri, ürün/pazar çeşitlendirmesi uygulamalarıyla riskin azaltılması.

Tütün ve Tütün Ürünleri Sektörüne İlişkin Bilgiler

Tütün piyasası, perakende satışlar bakımından değerlendirildiğinde sarmalık kıyılmış tütün, sigara, sigarillo, puro, makaron(içinde tütünün yer almadığı boş sigara tüpü)vb. ürünlerden oluşmaktadır. Küresel ölçekte, tütün piyasasının büyüklüğü 838.1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş, 2009-2013 döneminde yıllık bileşik büyüme oranı %4.2 olmuştur. (Marketline Industry Profile, 2014).

Tütün piyasası değerinin küresel dağılımına bakıldığında 710.5 milyar dolar ile sigaraların %85’lik pazar payına sahip olduğu, sigarillo ve puroların ise 94 milyar dolar ile %11’lik pazar payına sahip olduğu görülmektedir. 2018 yılında küresel tütün piyasasının büyüklüğünün 1 trilyon 55 milyar dolar seviyesine yükseleceği tahmin edilmektedir. Küresel ölçekte tütün piyasasında faaliyet gösteren firmalar açısından yoğunlaşmanın olduğu dikkat çekmektedir. Küresel pazar payının %64’lük kısmı 4 firmadan oluşmaktadır. (Marketline Industry Profile, 2014, s. 13).

Türkiye’de, 1986 yılında tütün üretiminde devletin inhisarının sona erdiği (Sayıştay, 2014) ve 1986 yılından itibaren tütün endüstrisinin küresel bütünleşme sürecinin hızlandığı, 1991 yılında Tekel haricinde bir sigara fabrikasının kurulduğu ve sonrasında 2008 yılına kadar toplam 6 sigara fabrikasının kurulduğu görülmektedir. 2014 itibariyle tütün ürünleri sektöründe farklı alanlarda olmak üzere toplamda 20 ayrı firma bulunmaktadır. Ayrıca tütün işleme alanında faaliyet gösteren ve tütün alımı gerçekleştiren 13 ayrı firma bulunmaktadır (TAPDK, 2016).

Tütün ürünleri sektöründe (sigara ve diğer tütün ürünleriyle) 2014 itibariyle yurtiçi toplam satış hasılatının 34 milyar 652 milyon TL ve ihracat hasılatının 479.1 milyon dolar olduğu görülmektedir. Tütün işleme alanındaki ihracat ise 2014 yılında 522.3 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.



Türkiye’de sigara ithalatı yapılmamakla birlikte, tütün ürünleri imalatında ithal girdilerin de kullanıldığı görülmektedir. Dış ticaret işlemlerindeki 24. Fasılda (Tütün ve tütün yerine geçen işlenmiş maddeler) 2012 yılında 487,4 milyon dolar, 2013 yılında 505,9 milyon dolar ve 2014 yılında 563,7 milyon dolar olmak üzere ithalat yapıldığı görülmektedir. Ancak aynı fasıldaki ihracat verileri de dikkate alındığında, 2014 itibariyle 508.4 milyon dolarlık dış ticaret fazlası gerçekleşmiştir. Endüstrinin dış ticaret profiline bakıldığında ihracatta sigara, ithalatta ise yaprak tütün ithalatı ağırlık kazanmaktadır.

Küresel ölçekteki yoğunlaşmanın Türkiye’deki tütün piyasasına da yansdığı görülmektedir. TÜİK yaptığı çalışmayla faaliyet gösteren girişimleri 515 farklı sınıfta değerlendirerek sanayi ve hizmet sektörlerindeki yoğunlaşmayı yıllık bazda açıklamaktadır. 2012 yılı itibariyle tütün ürünleri imalatı kapsamında 24 girişimci yer almakta; CR4 oranının 80.5 olduğu ve bu oranın da sektördeki yoğunlaşmanın çok yüksek olduğuna¹ işaret ettiği değerlendirilmektedir. (TÜİK, 2015). Yoğunlaşmanın çok yüksek olduğu, dış ticaret işlemleri ve küresel bütünleşmenin yüksek olduğu bu sektörde döviz kurundaki değişimlerin önemli bir etkiye sahip olacağı açıktır.

Döviz Kuru Riski ve Yönetimi ile İlgili Çalışmalar

Ulusal paranın değerinin değişimi sadece dış ticareti değil, ekonomideki pek çok parametreyi de etkileyebilmektedir (Coşkun & Taylan, 2009, s. 159-160). Bu etkiler şirketler özelinde yatırım kararlarından pazarlama stratejilerine kadar farklı boyutlarda olabilmektedir. 1987-2005 dönemini kapsayan çalışmada, Öngel ve Alkış (2008) kur belirsizliğinin ve milli gelirdeki artışın uzun dönemde özel yatırımlar üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Ulaşılan sonuçların, Türkiye’de reel döviz kurlarının, finansal değişkenler üzerinde daha etkili olduğuna işaret edebileceği belirtilmiştir. Pradhan ve diğerleri (2004) ise döviz kuru belirsizliği ve yatırım ilişkisinin çeşitli ülkelerde izlenen farklı makroekonomik politikalar gibi çeşitli faktörlere bağlı olarak farklılık gösterebildiğini belirtmiştir. Aynı çalışmada, döviz kurundaki belirsizlik ile yatırım harcamaları arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Serven (2003) gelişmekte olan ülkeleri kapsayan çalışmasında, döviz kuru belirsizliği ve özel yatırımlar arasında güçlü ve negatif bir ilişkinin bulunduğunu, dışa açık ekonomilerde bu etkinin daha büyük olduğunu işaret etmiştir.

Acaravcı ve Öztürk (2003), döviz kurundaki belirsizliğin reel ihracatı negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Ancak döviz kurundaki belirsizliğin ihracatı olumsuz etkilemesinin kısa dönemli olduğu belirtilmiştir. Benzer şekilde, Solakoğlu (2010) reel ihracatın, artan döviz kuru riskinden olumsuz etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Aynı çalışmada daha büyük ve daha yaşlı firmaların döviz kuru riskinden daha fazla etkilendikleri belirtilmiştir. Yaşlı firmaların ihracat hacminin parite riskinden olumsuz etkilendiği, ihracat odaklı firmaların ise bu gelişmelerden daha fazla etkilendikleri vurgulanmıştır.

Özen, Yolaş ve Özdemir (2006), BIST’de (İMKB) faaliyet gösteren imalat şirketlerine yönelik yaptıkları çalışmada, işletmelerin pek çoğunun kur riskiyle karşı karşıya kaldıkları, bu riske karşı kur politikasına sahip oldukları ancak politika oluşturmada hassas olmadıkları

¹ Yoğunlaşma oranı (CR4: Concentration Ratio), bir ekonomik sınıftaki en büyük 4 girişimin ciroları toplamının, o ekonomik sınıftaki toplam ciro değerine bölünmesiyle elde edilmiştir. Yoğunlaşma düzeyleri; CR4 < 30 ise düşük derecede yoğunlaşma, 30 ≤ CR4 < 50 ise orta derecede yoğunlaşma, 50 ≤ CR4 < 70 ise yüksek derecede yoğunlaşma, CR4 ≥ 70 ise çok yüksek derecede yoğunlaşma olarak belirlenmiştir.



sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, ihracat ve ithalat oranı yüksek işletmelerin döviz kurlarındaki değişimlerden daha fazla etkilendiği, döviz kuru riskinden korunmak amacıyla finansal yöntemleri kullanmama nedenlerinin başında işletmelerin bu yöntemler hakkında yeterince bilgi sahibi olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Allayannis ve Ofek (2001), S&P 500 içindeki finansal olmayan firmaları kapsayan çalışmada firmaların döviz kuru türev araçlarını riskten korunma amacıyla kullandıkları ve ciddi bir şekilde döviz kuru risklerini azalttıkları ve bu türev ürünlerin kullanma kararının dış ticaret işlemleri gibi dış faktörlere bağlı olduğu belirtmiştir.

Chow ve Chen (1998), Tokyo borsasında işlem gören 1110 firmayı kapsayan çalışmalarında, firmaların maruz kalınan döviz kuru riskinden olumsuz etkilendikleri, Japon Yen'inin değer kaybetmesiyle hisse getirilerinin de düştüğü sonucuna ulaşmışlardır. Bu etkinin gerekçesi iki unsura bağlanmıştır. Japonya'nın ağırlıklı olarak hammadde ithalatı yaptığı ve firmaların Yen'deki değer artışlarından kaynaklı ters etkilerle başa çıkmayı öğrendikleri buna karşılık yüksek ithalat oranına sahip sektörlerde Yen'deki değer kaybından daha fazla etkilendikleri belirtilmiştir. Dominguez ve Tesar (2006) yaptıkları çalışmada, kur riskine maruz kalınmasının yönüne göre zaman içinde firma değerini etkilediği; döviz kuruna maruz kalmanın firma ve sektör özellikleriyle ilişkili olduğu, firmaların kur riskine karşı davranışlarını dinamik şekilde uyarladıklarını belirtmiştir. Ayrıca firmaların kur riskinden etkilenmelerinin çokuluslu olma durumu, yabancı satışları, uluslararası varlıkları ve sektör ölçeğinde rekabet ve ticaret düzeyiyle ilişkili olduğu vurgulanmıştır.

Ito, Koibuchi vd. (2015) Japonya'da anket yöntemiyle farklı sektörlerdeki 227 firmayı kapsayan çalışmalarında, risk yönetim aracı olarak hem finansal hem de operasyonel araçların birlikte kullanılarak kur riskinin azaltıldığını belirtmişlerdir.

Ünal ve Altın (2010) tarafından otomotiv sektöründe faaliyet gösteren halka açık 6 şirket üzerinde yapılan çalışmada, yabancı döviz pozisyonu ile piyasa değeri arasında ilişki olmadığına ulaşılmış, daha önceki çalışmalarla uyumlu sonuç elde edildiği belirtilmiştir. Sayılğan ve Süslü (2011), 1999-2006 dönemini kapsayan ve gelişmekte olan piyasalara yönelik yaptıkları çalışmada, döviz kurunda meydana gelen %1'lik artışın hisse senedi getirilerinde %0.53 oranında bir azalışa neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Mutluay ve Turaboğlu (2013) ise, 1997-2007 döneminde İMKB'de yer alan 55 finansal olmayan firmanın, döviz kuru değişiminden etkilenmelerini incelemiştir. TL'nin reel olarak değerlendirilmesinin/değer kaybetmesinin firmaların mali performansını olumsuz/olumlu etkilediği; firmaların döviz kuru etkilerine açık olmaları ile ihracatçı olmalarının arasında anlamlı bir ilişkinin bulunduğu, buna karşılık toplam varlıkları ve firmanın yaşı arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Sezer (2006), ihracatçı işletmelerin büyük ölçüde kur değişimlerinin bankalar aracılığıyla izledikleri, işletmelerin %90'nına yakınının kur değişimlerinden korunmak amacıyla türev araçlarından yararlanmadıkları sonucuna ulaşmıştır. İşletmelerin %80'inin ise döviz pozisyonlarını vade, tutar ve döviz cinsinden denkleştirdikleri ve döviz kuru değişiklikleri karşısında en çok uygulanan pazarlama stratejisinin fiyatlandırma değişikliği olduğu belirlenmiştir. Diğer bir çalışmada ise, Bayrakdaroğlu, Sarı ve Heybeli (2013) araştırma kapsamındaki firmaların çoğunun döviz kuru riskinden etkilendiği, türev araçları kullananların sayısının az olduğu, büyük firmaların ise spekülasyon amaçlı türev araçları kullandıkları sonucuna ulaşmıştır.



Döviz kurundaki değişimin ekonomi üzerindeki etkileri üzerine yapılan çalışmalara da rastlanmaktadır. Tarı ve Yıldırım (2009), yaptıkları çalışmada döviz kuru belirsizliğinin ihracat hacmi üzerinde uzun dönemde negatif etkide bulunduğu ancak kısa dönemde etkili olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Tunçsiper ve Öksüzler (2006) tarafından yapılan çalışmada ise, döviz kuru riskinin toplam ve sektörel ihracatı negatif ve önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Clark ve diğerlerince (2004) yapılan çalışmada da uzun dönemli döviz kuru oynaklığının ticaret üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif bir etkiye sahip olduğu, döviz kuru oynaklığındaki bir standart sapma artışın ticaret hacmini %7 oranında azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşılık Aristotelous (2001), 1899-1999 dönemini kapsayan, 110 yıllık verilerden oluşan çalışmada ne döviz kuru oynaklığının ne de kur rejimi farklılıklarının ihracat hacmi üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Karamustafa ve Küçükkale (2002) tarafından yapılan çalışmada, 2000 yılındaki kriz öncesi dönemde Dolar kurunun borsa endeksini etkilediği, bu etkinin krizle birlikte kaybolduğu ve kriz sonrasında etkinin kurulamadığı, diğer taraftan kriz sonrası dönemde faizlerden Dolar kuruna yönseyen bir nedensellik ilişkisi tespit edildiği belirtilmiştir.

Allayannis, Brown ve Klaper (2001), Doğu Asya bölgesindeki 8 farklı ülkeden finansal olmayan 327 firma verileriyle yapılan çalışmada, döviz kuru riski yönetiminde türev araçların kullanılmasının firmaların faaliyetlerinin verimliliği ile pozitif ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak türev araçları kullanan firmaların kriz döneminde, türev araçları kullanmayanlara göre daha yüksek performans göstermesine ilişkin sonuca ulaşamadığı belirtilmiştir. Bradley ve Moles (2002), yaptıkları çalışma kapsamındaki firmaların önemli bir bölümünün, girdileriyle satışlarını aynı para cinsinden yaparak kur riski yönetiminin yapıldığı, işletme içi risk yönetiminin uygulandığı sonucuna ulaşmıştır. Aabo, Høg ve Kuhn (2010) ise yaptıkları çalışmada, orta ölçekli üretim işletmelerinde, ithalat ile döviz kurundan korunma amaçlı türev araçlar arasında güçlü negatif yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. İthalat düzeyinin bütünleşik risk yönetiminde önemli bir unsur olduğu ve finansal riskten korunma araçlarındaki ihtiyacı azalttığını vurgulamışlardır. Çömlekçi ve Güngör (2012), finansal risklerden korunmak amacıyla firma dışı riskten korunma araçlarını tercih eden otel işletmelerinin, türev ürünleri kullandıkları, en fazla forward işlemi tercih ettikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Yapılan çalışmaların büyük bir bölümünde sektöre özgü faktörlerin yeterince dikkate alınmadığı görülmektedir. Kur riskinden etkilenme düzeyinde sektördeki işletmelerin uluslararasılaşma düzeyinin, rekabet yoğunluğunun ve özellikle üretim ve maliyet yapısının da dikkate alınmasının önemli olduğu düşünülmektedir.

Araştırmanın Amacı, Yöntemi ve Kapsamı

Araştırmanın amacı, sektörel düzeyde tütün endüstrisinin döviz kurlarındaki değişimin düzeyinden etkilenmeleri, döviz kuru bazında para pozisyon yapılarının belirlenmesi ve kur riski yönetimine yönelik yaklaşımlarının belirlenmesidir. Bu çalışma, sektörel yoğunlaşmanın yüksek olduğu tütün endüstrisinin döviz kuru riski yönetimi ve döviz kuru değişimlerine olan duyarlılığını inceleyen ilk çalışma olma özelliğine sahiptir.

Tütün endüstrisinde anketin yapılmaya başlandığı 2015 Kasım dönemi itibariyle tütün mamulleri alanında 20, tütün işleme alanında ise 13 ayrı firma yer almaktadır. Bu firmalar sigara, sigarillo-puro, pipoluk tütün, sarmalık kıyılmış tütün, nargilelik tütün, makaron üretimi, tütün işleme alanlarında faaliyet göstermektedir. Bazı firmaların birden fazla alanda



faaliyet gösterdiği bilindiğinden ankete katılımlarında ağırlıklı olarak faaliyet gösterdikleri alanı belirtmeleri istenmiştir. Araştırma evreni 33 firmadan oluşmaktadır. Tütün endüstrisinde yer alan firma sayısının toplamda 33 olmasından dolayı istatistiksel olarak küçük kitle kategorisinde değerlendirilmektedir. Bu kitlelerde yapılan anket çalışmalarında beklenen geri dönme oranının %20-%30 olması yüksek kabul edilmektedir (Peterson, 1982, s. 210). Araştırmanın kapsamında anket yöntemi uygulanmış olup, endüstride faaliyet gösteren firmalara anketler elektronik ortamda iletilmiş, 20 firmadan geçerli yanıt alınmış %60 oranında geri dönüş sağlanmıştır. Yanıt alınan firmaların, finansal büyüklük olarak endüstrinin %90'nını yansıttığı değerlendirilmektedir. Hazırlanan ankette çoktan seçmeli, açık uçlu, birden fazla seçenekli ve 5'li likert ölçeğinde hazırlanan sorular yer almıştır. Anketin hazırlanmasında benzer konuları kapsayan çalışmalar (Doğanay & Koçsoy, 2011), (TİM, 2015)dikkate alınmıştır.

Elde edilen veriler tanımlayıcı istatistik yöntemleri kullanılarak değerlendirilmiştir. Bu süreçte IBM SPSS Statistics 23 programı kullanılmıştır.

Bulgular

Araştırmada katılımcılara yöneltilen soruların birbirleriyle tutarlılığını, soruların değerlendirilmesindeki türdeşliğini belirlemek amacıyla güvenilirlik analizi yapılmıştır. Sosyal bilimler alanında anket tekniği kullanılarak yöneltilen soruların güvenilirliğinin ölçülmesinde Cronbach Alfa değeri kullanılmıştır. Cronbach Alfa değerinin güvenilirlik düzeyini yansıtmada güçlü bir araç olduğu belirtilmektedir (L.Leech, C.Barrett, & A.Morgan, 2005). Buna göre araştırma kapsamında tanımlayıcı ifadelerin dışındaki yanıtlar birlikte değerlendirildiğinde Cronbach Alfa değeri, %75,5 olarak bulunmuştur. Bu değer güvenilirlik eşiği olarak kabul edilen % 60 oranından yüksek olması (Akgül & Çevik, 2003) bu ölçeğin güvenilir olduğunu göstermektedir. Yanıt alınan firmaların ağırlıklı olarak faaliyet gösterdiği alanlara bakıldığında 6 firmanın sigara, 4 firmanın diğer tütün ürünleri ve 10 firmanın da tütün işleme alanındaki firmalardan oluştuğu görülmektedir.

Yanıt alınan firmaların faaliyet sürelerinin 2-86 yıl ve ortalamasının 26.1 yıl olduğu görülmektedir. Kategori bazında bakıldığında ise sigara alanındaki firmaların 14.1 yıl; sigara dışındaki diğer tütün ürünlerindeki firmaların 6.25 yıl ve tütün işleme alanındaki firmaların ortalama 41.3 yıldır faaliyet gösterdiği görülmektedir. Dünya ölçeğinde firmaların ortalama ömrünün 40-50 yıl arasında (De Geus, 2002, s. VII) olduğu gözönüne alındığında bu alandaki firmaların faaliyet sürelerinin yüksek olduğu dikkat çekmektedir.



Tablo 1. Faaliyet Süreleri

Alan	Sigara Üretimi	Diğer Tütün Ürünleri	Tütün İşleme
Araştırma Kapsamındaki Firma Sayısı	6	4	10
Faaliyet Süresi Yıl	5 - 28	2 - 10	3 - 86
(Ortalama)	(14,1)	(6,25)	(41,3)
İhracat Yapılan Ülke Sayısı	1 - 25	2 - 3	1 - 25
(Ortalama)	(8,5)	(2,3)	(11,3)
Finans Bölümünde Çalışan Sayısı	2 - 32	1-3	1 - 11
(Ortalama)	(10,8)	(2,25)	(4,7)

Anket sonuçlarına göre; 7 firmanın %100 yabancı sermayeli, 1 firmanın yabancı sermaye oranının %50'den fazla ve 12 firmanın ise %100 yerli firma olduğu görülmektedir. Firmaların yurtdışındaki yatırımlarına bakıldığında ise 16 firmanın yurtdışı yatırımlarının olmadığı, 3 firmanın çok sayıda ülkede yatırım faaliyetinin olduğu ve 1 firmanın ise yalnızca bir ülkede yatırımlarının olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yanıt alınan firmaların çalışan sayısı bakımından 4'ü mikro işletme kategorisinde, 4'ü küçük işletme, 8'i orta büyüklükteki işletme ve 4'ü de büyük ölçekli işletme kategorisinde yer almaktadır. Finans bölümünde çalışan sayısı 1 ile 32 kişi arasında değişirken, yabancı sermayeli firmalarda finans bölümünde çalışan sayısının göreceli olarak daha yüksek olduğu görülmektedir. Tamamı yerli sermayeli firmaların finans bölümünde çalışan sayısı ortalama 3,3 iken, bu oran yabancı sermayeli firmalarda ortalama 10 kişi olmaktadır.

Firmaların ihracatlarının toplam satış hacmi içerisindeki oranının ortalama %52,9 olduğu, ithalatlarının ise ortalama %19,8 oranında olduğu görülmektedir. Araştırma kapsamındaki firmalardan hiçbiri gerek ihracat gerekse ithalat işleminde döviz kurundaki değişimlerden etkilenmeyi istememektedir. Diğer taraftan, firmaların özellikle ihracat işleminde kur değişimlerinden daha fazla korunmak istedikleri dikkat çekmektedir. Firmaların döviz kurundaki değişimden korunmayı istemelerine karşın buna yönelik uyguladıkları yöntemler ve aldıkları önlemler araştırma kapsamında değerlendirilmiştir.

Firmaların sistematik olarak döviz kuru riskinden korunmalarına ilişkin uygulamalarında 5 firmanın hem döviz kuru hem de farklı döviz kuru paritelerine (örneğin Euro/Dolar vb.) ilişkin uygulamalarının bulunduğu, 6 firma ise buna ilişkin herhangi bir uygulamasının olmadığı ifade edilmiştir. Sistematik şekilde kur riski uygulamasının bulunduğunu belirten firmaların orta ve büyük ölçekli firmalar olduğu dikkat çekmektedir.



Tablo 2. Dış Ticaret İşlemleri

Dış ticaret işlemlerinizde döviz kurunda olabilecek değişimlerinden ne ölçüde korunmak istersiniz?		
	İhracat yaparken	İthalat Yaparken
Kesinlikle İsteriz	12	8
İsteriz	5	5
Kararsız	3	4
İstemeyiz	-	1
Cevapsız	-	2

Araştırma kapsamındaki firmaların döviz kuru riskinden korunmaya yönelik olarak uyguladıkları araçları, işletme içi uygulamaları ve finansal enstrümanları kapsayacak şekilde ifade etmesi istenmiştir. İşletme içi uygulamaların göreceli olarak daha fazla uygulandığı buna karşın finansal araçların döviz kurundaki değişimlerden korunmak üzere kullanılmadığı dikkat çekmektedir.

Firmaların döviz kuru riskinden korunmak amacıyla daha çok içsel yöntemleri uygularken finansal araçları yeterince tercih etmedikleri araştırma kapsamındaki diğer bulgularla desteklenmektedir. Döviz kuru riskinin yönetiminde finansal enstrümanlardan yeterince yararlanmama nedenlerinin ifade edilmesi istendiğinde bütün endüstrisindeki firmaların büyük ölçüde dövizde artış beklentilerinin etkili olduğu diğer bir ifadeyle risk almayı tercih ettikleri ve ithalat aracılığıyla kur riskinin dengelendiği gerekçeleri dikkat çekmektedir.

Finansal araçların kullanılmamasındaki temel gerekçeler sorulduğunda; 5 firma ithalatlarının da bulunmasını, 5 firma döviz kurunda artış beklentisini ve 3 firma karlılığı ortadan kaldırması gibi nedenleri belirtmiştir. Benzer şekilde 4 firma finansal araçlarla ilgili yeterli bilgilerinin olmadığını, 2 firma da daha önceki işlemlerden kaynaklanan kötü tecrübenin etkili olduğunu ve 2 firma da bu araçların maliyetli olduğunu belirtmiştir. Bu sonuçlar da firmaların döviz kuru riskinden korunmada finansal araçlardan daha çok işletme içi yöntemleri tercih ettiklerini desteklemektedir.

Araştırma kapsamındaki firmalarda ihracat fiyatlamasında kullanılan gün sayısı ortalama 100.9 gün iken ithalat yapılan ürünlerin fiyatlamadaki gün sayısı ortalama 41.9 olmaktadır. İhracat ve ithalatta aynı para cinsinden işlemler yapılsa bile fiyatlamada kullanılan süre farklılığı risk kaynağı olabilecektir. Bu durumda firmaların, ihracat fiyatlamasını daha uzun süreli yapmalarından kaynaklı kur riskiyle karşı karşıya kalabilecekleri dikkat çekmektedir.

Araştırma kapsamında gelecek 3 aylık dönemde döviz kurunun %10 artması ve aynı oranda azalması senaryolarına göre, döviz kurunun değişiminden etkilenmemeyi sağlayacak finansal enstrüman kullanma düzeyleri sorulmuştur. Dolar kurunun artması durumunda 7 firma, Dolar kurunun düşmesi durumunda ise 6 firma bu araçları kullanacağını belirtmiştir.

Döviz kurunun yükselmesi senaryosunda; yeni ihracat pazarlarına yönelme, yerli girdilerin ağırlığının artırılması, TL cinsinden nakit seviyesinin azaltılması ve TL ve Döviz alacaklarının hızlandırılması yöntemleri öne çıkmaktadır. Döviz kurunun düşmesi



senaryosunda, belirtilen yöntemlerin uygulanması hususunda daha dağınık bir yapı ortaya çıkmakla birlikte, ithal girdilerin ağırlığının artırılması yoluna gidilmemesi ve dövize bağlı borçların ötelenmesi yoluna gidilmemesi stratejilerini benimsedikleri görülmektedir.

Döviz kurunun yükselmesi durumunda firmaların önemli bir bölümü yeni pazar arayışına gireceğini ifade ederken; döviz kurunda aynı orandaki düşüş senaryosunda, iç piyasaya yönelmeyi daha fazla tercih etmedikleri dikkat çekmektedir.

Döviz kurundaki değişim yönü ne olursa olsun, ihracat işlemlerinde, borç ve alacakların aynı döviz cinsinden oluşturulması konusunda aynı yanıtın alınmış olması bu stratejinin kur riski yönetiminde sistematik olmasa da faaliyetlerden kaynaklı risklerin dengelenmesinde kullanıldığının bir işareti olarak değerlendirilebilir.

Tablo 3. Gelecek 3 ay içerisinde Türk Lirasının Değer Kaybetmesi Durumu

Gelecek 3 Ay İçinde Türk Lirasının Değer Kaybedeceği Beklentisi Durumunda Stratejiler						
(Örnek; 1\$=3 TL iken 1\$=3,3 TL olması beklendiği durumda)						
Faaliyet Alanı	İHRACAT			İTHALAT		
	Evet	Kararsız	Hayır	Evet	Kararsız	Hayır
Yeni İhracat pazarları arayışı	14	2	3	4	1	3
İthal girdilerin stok yapılması	4	6	7	3	2	3
Yerli girdilerin ağırlığının artırılması	11	3	4	5	0	3
TL cinsinden nakit seviyesinin azaltılması	11	4	6	6	1	1
TL üzerinden alınan ürünlerin stok yapılmaması	9	2	7	5	0	3
TL borçlarının ötelenmesi	4	5	9	3	1	4
TL alacaklarının hızlandırılması	10	2	6	3	1	4
Dövize bağlı alacakların yavaşlatılması	0	5	13	0	2	6
Borç ve alacakların aynı döviz cinsinden oluşturulması	10	3	5	4	1	3
TL üzerinden kredi kullanılması	5	4	10	3	1	4
Döviz kurunu sabitleyecek finansal enstrümanların kullanılması	7	7	4	5	1	2



Tablo 4. Gelecek 3 ay içerisinde Türk Lirasının değer kazanması durumu

Gelecek 3 Ay İçinde Türk Lirasının Değer Kazanacağı Beklentisi Durumunda Stratejiler						
(Örnek; 1\$=3 TL iken 1\$=2,7 TL olması beklendiği durumda)						
Faaliyet Alanı	İHRACAT			İTHALAT		
	Evet	Kararsız	Hayır	Evet	Kararsız	Hayır
İç piyasaya Yönelmek	7	4	7	5	1	2
İthal girdilerin stok yapılmaması	4	4	9	4	1	3
İthal girdilerin ağırlığının artırılması	3	4	11	2	2	4
Döviz cinsinden nakit seviyesinin azaltılması	5	4	9	3	1	4
TL üzerinden alınan ürünlerin stok yapılması	4	6	8	3	1	4
Dövizle bağlı borçların ötelenmesi	2	4	12	2	1	5
Döviz alacaklarının hızlandırılması	8	2	8	4	0	4
TL alacaklarının dövizle sabitlenmesi	6	3	9	3	1	4
Borç ve alacakların aynı döviz cinsinden oluşturulması	10	3	5	4	0	4
Döviz üzerinden kredi kullanılması	8	5	3	3	3	1
Döviz kurunu sabitleyecek finansal enstrümanların kullanılması	6	5	7	3	1	4

Sonuç

Tütün endüstrisinde yoğunlaşmanın, uluslararasılaşma düzeyinin ve özellikle tütün işleme alanındaki firmaların faaliyet sürelerinin göreceli olarak yüksek olduğu görülmektedir. Araştırma kapsamında firmaların döviz kurundaki değişimlerden korunmayı özellikle ihracat işlemlerinde istedikleri sonucuna ulaşılırken, sistematik şekilde kur riskinden korunmaya yönelik uygulaması olan firmaların sınırlı kaldığı dikkat çekmektedir. Bu durumla ilişkili olarak firmaların döviz kuru riskinden korunmada kullanılan yöntemler bakımından işletme içi uygulamaları finansal araçlara göre daha fazla tercih ettikleri görülmektedir. Böylelikle firmalar döviz kuru riskinden korunma stratejisini sistematik şekilde uygulamak



yerine faaliyetler süresince uyguladıkları sonucuna ulaşılmaktadır. Firmalar, döviz kuru riskinden korunmayı istemelerine karşın gelecek dönem için kurlarda artış beklemekte ve ithalatla kur riskinin dengelenmesini hedeflemektedir. Ulaşılan diğer bulgular da firmaların kur riskinden korunmaya yönelik finansal araçları beklenildiği kadar tercih etmediklerini, işletme içi yöntemlerle ya da dış ticaret işlemlerinin dengeleyici nitelikte kullanma eğiliminde olduklarını desteklemektedir.

Firmaların gerek finans bölümündeki çalışan sayısının yüksekliği gerekse de verilen diğer yanıtları birlikte değerlendirildiğinde, yabancı sermayeli firmaların kur riskine karşı daha duyarlı oldukları değerlendirilmektedir.

İhracat ve ithalat işlemlerinin fiyatlamasında kullanılan ortalama gün sayısı farklılığı olduğu ve bunun da kur riski üzerinde etkili olacağı değerlendirilmektedir.

Gelecek 3 aylık dönemde döviz kurunda artış beklentisi durumunda, yeni ihracat pazar arayışı, yerli girdilerin ağırlığının artırılması, TL cinsinden nakit seviyesinin azaltılması, TL ve dövize bağlı alacaklarının hızlandırılması gibi işletme içi yöntemlerin ağırlık kazandığı görülmektedir.

Gelecek 3 aylık dönemde döviz kurunda düşüş beklentisi durumunda dövize bağlı borçların ötelenmemesi, ithal girdilerin ağırlığının artırılmaması, borç ve alacakların aynı döviz cinsinden oluşturulması gibi işletme içi yöntemlerin daha fazla tercih edildiği dikkat çekmektedir.

Yoğunlaşmanın yüksek olduğu tütün sektöründe işletmelerce sistematik şekilde yeterince döviz kuru riski yönetimi uygulaması bulunmadığından, işletmelerin döviz kurunda görülebilecek olası değişimlerden olumsuz etkilere maruz kalmamaları açısından bu alana yönelik politika oluşturulması faydalı olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Aabo, T., Høg, E., & Kuhn, J. (2010). Integrated foreign exchange risk management: The role of import in medium-sized manufacturing firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 20, 235-250.

Acaravcı, A., & Öztürk, İ. (2003). Döviz Kurundaki Değişkenliğin Türkiye İhracatı Üzerine Etkisi. *Review of Social, Economic & Business Studies*, 2, 197-206.

Akgül, A., & Çevik, O. (2003). *İstatistiksel Analiz Teknikleri*. Ankara: Emek Ofset.

Allayannis, G., & Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20, 273-296.

Allayannis, G., Brown, G. W., & Klaper, L. F. (2001). Exchange Rate Risk Management: Evidence From East Asia. *Darden Graduate School Working Paper No. 01-09*.

Aristotelous, K. (2001). Exchange-rate volatility, exchange-rate regime, and trade volume: evidence from the UK-US export function (1889-1999). *Economic Letters*, 87-94.

Bayrakdaroğlu, A., Sarı, B., & Heybeli, B. (2013, Ocak). İşletmelerinin Finansal Risk Yönetiminde Türev Ürün Kullanımlarına İlişkin Bir Saha Arastırması: Denizli İli Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 57-73.

Bradley, K., & Moles, P. (2002). Managing strategic exchange rate exposures: evidence from UK firms. *Managerial Finance*, 28, 28-42.



- Çelik, O. (2002). *Kur Değişim Etkilerinin Muhasebeleştirilmesi*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Chow, E. H., & Chen, H.-L. (1998). The determinants of foreign exchange rate exposure: Evidence on Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 153-174.
- Clark, P., Tamirisa, N., Wei, S.-J., Sadikov, A., & Zeng, L. (2004, Mayıs). *Exchange Rate Volatility and Trade Flows - Some New Evidence*. Haziran 1, 2015 tarihinde IMF: <http://www.imf.org/external/np/res/exrate/2004/eng/051904.pdf> adresinden alındı
- Çömlekçi, İ., & Güngör, B. (2012). Beş Yıldızlı Otel İşlemlerinde Muhasebe-Finans Yöneticilerinin Finansal Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Algıları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(33), 49-66.
- Coşkun, E., Kök, D., & Yücel, A. (2010). Pazarlama Faaliyetlerinin Firma Değerine Kısa ve Uzun Dönem Etkilerinin İncelenmesi: İMKB Örneği. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 67-76.
- Coşkun, M., & Taylan, A. S. (2009). Döviz Kurlarındaki Değişim İhracat ve İthalat Hacmini Etkiler mi? 1999-2007 Türkiye Örneği. *Mufad Dergisi*(42), 157-168.
- De Geus, A. P. (2002). *The Living Company: Habits for Survival in a Turbulent Business Environment*. Boston: Harvard Business School Press.
- Doğanay, M., & Koçsoy, M. (2011). A Field Study Concerning The Effects of Economic Crisis on International Trading Companies and The Measures Taken. *African Journal of Business Management*, 5(22), 9477-9489.
- Doğukanlı, H. (2012). *Uluslararası Finans* (3 b.). Adana: Karahan Yayınları.
- Doğukanlı, H., Özmen, M., & Yücel, E. (2010). İmkb'de sektörel açıdan döviz kuru duyarlılığının incelenmesi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19(3), 63-86.
- Dominguez, K., & Tesar, L. L. (2006). Exchange rate exposure. *Journal of International Economics*, 68, 188-218.
- Grosse, R., & Kujawa, D. (1995). *International Business: Theory and Managerial Applications*. Irwin Professional Publishing.
- Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K., & Shimizu, J. (2015). Exchange Rate Exposure and Risk Management: The case of Japanese Exporting Firms. *NBER Working Paper No. 21040*, 1-24.
- Karamustafa, O., & Küçükkale, Y. (2002). Türkiye'de Kriz Döneminde Kur-Faiz-Borsa İlişkilerinin Analizi. *Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar*, 47-56.
- L.Leech, N., C.Barrett, K., & A.Morgan, G. (2005). *SPSS for Intermediate Statistics: Use and Interpretation*. New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
- Marketline Industry Profile. (2014, Eylül). Global Tobacco. 0199(0817).
- Martinez-Solano, P. (1998). Foreign Exchange Exposure on The Spanish Stock Market: Sources of Risk and Hedging. *Lancaster University Working Papers*, 1-25.
- Moffett, M. H., & Karlsen, J. K. (1994). Managing Foreign Exchange Rate Economic Exposure. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 5(2), 157-175.
- Mutluay, A. H., & Turaboğlu, T. T. (2013). Döviz kuru değişimlerinin firma performansına etkileri: Türkiye Örneği. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 7(1), 59-78.



- Öngel, A., & Alkış, M. T. (2008). Döviz Kuru Belirsizliğinin Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları Üzerine Etkisi. *Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları*, 3(1-2), 161-184.
- Özen, E., Yolaş, S., & Özedemir, L. (2006). İMKB'deki İmalat İşletmelerinin Döviz Kuru Riskinden Korunma Düzeylerine İlişkin Bir Araştırma. 5. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi (s. 241-249). Tokat: Gaziosmanpaşa Üniversitesi.
- Papaioannou, M. (2006). Exchange Rate Risk Measurement and Management? Issues and Approaches for Firms. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 2006(2), 129-146.
- Peterson, R. A. (1982). *Marketing Research*. Texas: Business Publication.
- Pradhan, G., Schuster, Z., & Upadhyaya, K. P. (2004). Exchange Rate uncertainty and the level of investment in selected South-east Asian countries. *Applied Economics*, 36(19), 2161-2165.
- Şahin, G., & Taşlıgil, N. (2013). Türkiye'de Tütün Yetiştiriciliğinin Tarihsel Gelişimi ve Coğrafi Dağılımı. *Doğu Coğrafya Dergisi*, 18(30), 71-102.
- Sayılğan, G., & Süslü, C. (2011). Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 5(1), 73-96.
- Sayıştay. (2014). *TTA Gayrimenkul A.Ş. Raporu*. Sayıştay.
- Servén, L. (2003). Real-Exchange-Rate Uncertainty and Private Investment in LDCs. *The Review of Economics and Statistics*, 85(1), 212-218.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans* (4. Baskı b.). İstanbul: Güzem Cem.
- Sezer, S. (2006). Döviz Kur Riskine Karşı Dış Ticaret Firmalarının Duyarlılığı: Kayseri Örneği. *Paradoks*, 2(1), 1-11.
- Solakoğlu, M. N. (2010). Exchange Rate Exposure and real Exports. *Applied Economics Letters*, 17, 457-462.
- TAPDK. (2016). 01 12, 2016 tarihinde www.tapdk.gov.tr adresinden alındı
- Tarı, R., & Yıldırım, Ç. (2009). Döviz Kuru Belirsizliğinin İhracata Etkisi: Türkiye İçin Bir Uygulama. *Yönetim ve Ekonomi*, 16(2), 95-105.
- TİM. (2015). *İhracatçı Eğilim Anketi (2015 1. çeyrek)*. <http://www.tim.org.tr> adresinden alınmıştır
- TÜİK. (2015, Kasım). 2015 tarihinde Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde Yoğunlaşma, 2012: <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=16195#> adresinden alındı
- Tunçsiper, B., & Öksüzler, O. (2006). Döviz Kuru Riski Türkiye'nin İhracatını Azaltır mı? Hata Doğrulama Yöntemi ile Bir Ampirik Değerlendirme. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(3), 1-13.
- Ünal, O., & Altın, H. (2010). Döviz Kur Riski İle Şirket Değeri Arasındaki İlişkinin İMKB Otomotiv Sektöründe Analizi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(26), 277-287.
- Yıldıran, M. (2003). *İhracat Yapan İşletmelerde Kur Riski Yönetimi ve Denizli Bölgesinde Değişik Ölçekli Firmalarda Uygulama*. Isparta: Doktora Tezi.